

7月流动性会更松吗？

2025年06月29日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：张云杰

执业证号：S0100525020002

邮箱：zhangyunjie@mszq.com

➤ 6月流动性进入年内“最松”状态，展望7月，流动性有哪些关注点？

第一，参考近年规律，7月市场往往会迎来“自发性”宽松。近年来，经济运行基本遵循一季度“开门红”，随后增长动能渐趋平缓的规律，财政、金融更多靠前发力。因此在7月份，政府债和信贷需求很难构成流动性“冲击”。

第二，央行对于经济的判断，虽然还不具有“紧迫性”，但已开始关注下行风险。往后看，重点关注关税扰动下的制造业景气波折。经验表明，每当制造业PMI连续3个月（或以上）跌入收缩区间，资金面往往会转松，有时甚至会触发总量货币政策调整。再加上近期美联储降息预期“再起”，国内货币宽松的空间随之打开。

第三，在工具选择上，货币政策更加注重灵活性和时效度，短期内重启国债买卖的必要性不高。7月并非财政“大月”，此外，5月以来央行创设的多项结构性货币工具开始启用，可有效发挥流动性“补充”机制。总体而言，即便不重启国债买卖或动用总量货币工具，央行依然有能力且有意愿维持流动性充裕的环境。

➤ **6月，流动性环境进入年内“最松”状态。**一方面，6月资金利率中枢降至1.56%附近，创下年内新低，DR007较政策利率的差值也进一步收敛。另一方面，尽管DR007在6月末伴随“半年跨季”临近而明显抬升，但在幅度上要小于往年季节性。

➤ **流动性宽松的核心原因，在于央行资金投放（尤其是中长期资金）力度明显加大，有效对冲了政府债供给上量、存单集中到期的压力。**6月，政府债发行量超过2.7万亿元，同业存单到期规模超过4万亿元。在此背景下，央行加大了公开市场操作力度，逆回购余额处于历史同期的绝对高位。**中长期资金的投放力度也明显提升，MLF连续净投放的同时，5月降准、6月两次“加量”买断式逆回购，2个月合计投放中长期资金近1.5万亿元。**

➤ 央行加力呵护流动性，存在几方面考虑：

一是加大货币财政协同，尤其是配合好财政“发长债”。央行中长期资金投放力度加大，对应金融机构中长期流动性需求抬升：**总量上，今年以来金融数据“财政化”趋势进一步强化，政府债融资占社融比重大幅高于过往。期限上，政府债融资“长久期”的特征更加明显，今年1-6月10年以上期限的政府债发行比重达26.4%，高于去年同期近10个百分点。**

二是汇率对于国内货币宽松的约束减轻。在美元持续走弱、国内结汇需求上升等因素的支撑下，6月以来美元兑人民币汇率稳中有升，国内货币宽松的压力相应减轻。从最新的二季度货币政策例会内容上看，“稳汇率”相关措辞也出现柔化。

三是基于经济形势做出预调、微调。关税逆风下行业冷热不均，叠加物价走低（二季度货币政策例会新增“物价持续低位运行”，对物价低迷的关注度上升），经济所面临的一些新的“变数”正在显现。

➤ **除了有央行支持之外，存贷差上升也是“助推”流动性宽松的重要因素。**今年4月以来，存款增速连续2个月反超贷款增速，存贷差相应上升（5月存贷差

相关研究

1. 2025年5月工业企业利润点评：5月工业企业利润缘何大降？-2025/06/27
2. 海外市场追踪：“减税法案”埋了哪些“雷”？-2025/06/26
3. 美联储政策观察：7月降息的政治博弈-2025/06/25
4. “十五五”规划系列报告（二）：“十五五”规划的初步线索-2025/06/25
5. 2025年三季度宏观经济与大类资产展望：“大浪淘沙”，在不确定中找寻确定性-2025/06/22

同比增速录得 13.7%，创下近 2 年新高)。存贷差上升通常伴随着银行间流动性宽松，这是因为：我国的主要融资渠道仍然是信贷（占比接近 70%），存款又是金融机构最主要的负债来源（占比超过 80%），存贷差上升意味着基础货币得到补充、同时资金消耗减少。

➤ **展望 7 月，流动性宽松的状态有望进一步延续：**

➤ **参考近年规律，7 月市场往往会迎来“自发性”宽松。**近年来，经济运行基本遵循一季度“开门红”，随后增长动能渐趋平缓的规律，财政、金融更多靠前发力。因此在 7 月份，政府债和信贷需求很难构成流动性“冲击”。一方面，7 月通常是政府债净融资的“小月”，平均来看，2021-2024 年 7 月政府债净融资占全年比重仅有 4.1%。另一方面，外部关税扰动下，当前企业投资行为更趋谨慎，信贷需求仍待提振。

➤ **此外，我们预计央行呵护流动性的意愿，并不会随着跨季结束而明显减弱。**

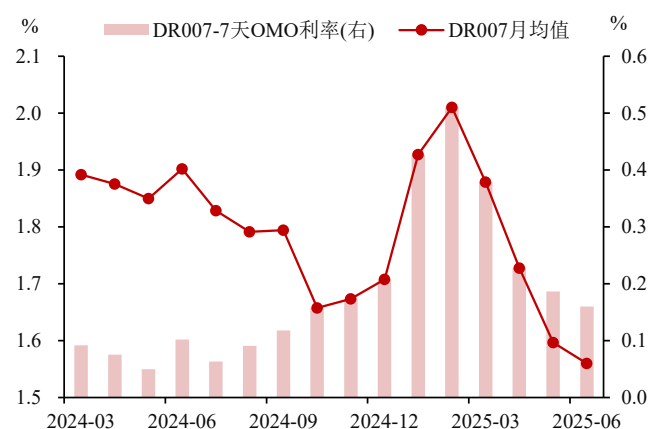
一是央行对于经济的判断，虽然还不具有“紧迫性”，但已开始关注下行风险。二季度货币政策例会，央行对世界经济的判断由“增长动能不强”转为“增长动能减弱”，尤其强调了“贸易壁垒增多”的风险。往后看，重点关注制造业景气波动。经验表明，每当制造业 PMI 连续 3 个月（或以上）跌入收缩区间，资金面往往会转松，有时甚至会触发总量货币政策调整。今年 4 月以来，制造业 PMI 连续 2 个月低于 50%，出口“反复”下，后续制造业的压力可能会进一步显现。

二是美联储降息预期“再起”，国内货币宽松的空间随之打开。近期美联储理事沃勒与副主席鲍曼接连表态支持在 7 月启动降息，引发市场对货币政策转向的强烈预期（详情参见报告《美联储政策观察：7 月降息的政治博弈》）。随着外部压力的缓解，国内货币政策存在进一步宽松的空间。从近 2 年的经验来看（尤其是 2023 年 5 月人民币“破 7”后），人民币汇率与 DR007 的走势较为同步。

三是在工具选择上，货币政策更加注重灵活性和时效度，短期内重启国债买卖的必要性不高。如前文所述，7 月并非财政“大月”。此外，5 月以来央行创设的多项结构性货币工具开始启用，其在对科技创新、提振消费等重点领域提供信贷支持的同时，可发挥流动性“补充”机制。总体而言，即便不重启国债买卖或动用总量货币工具，央行依然有能力综合调配各项工具，维持流动性充裕的环境。

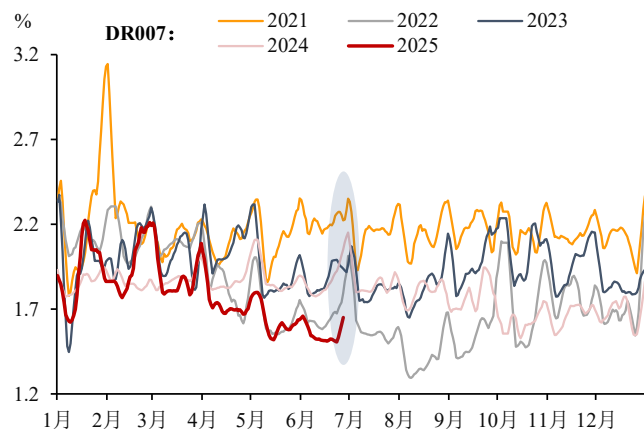
➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

图1：6月，DR007中枢进一步回落



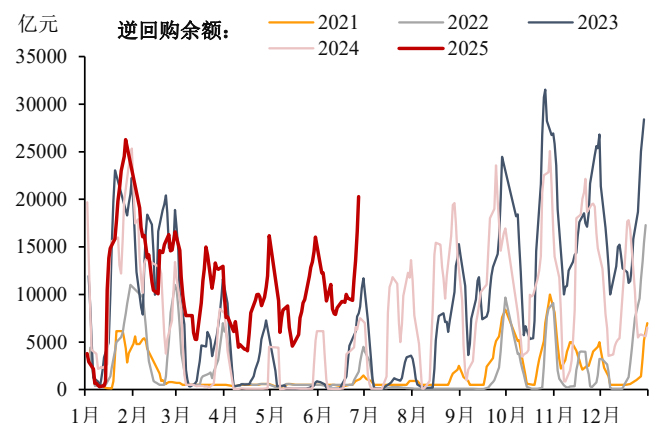
资料来源：iFind，民生证券研究院
注：2025年6月数据截至当月27日

图2：6月末资金利率抬升，幅度小于往年季节性



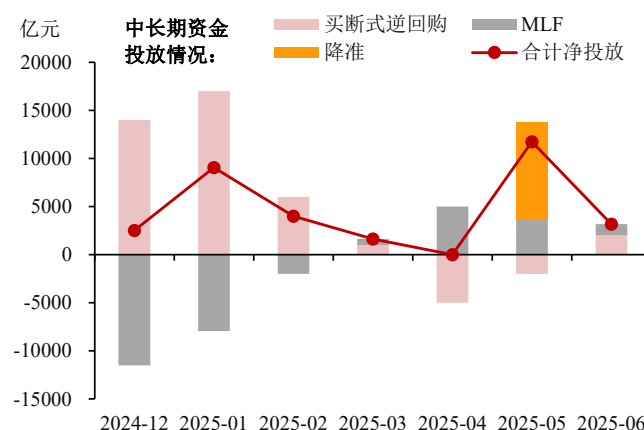
资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：6月以来，逆回购余额持续处于历史同期高位



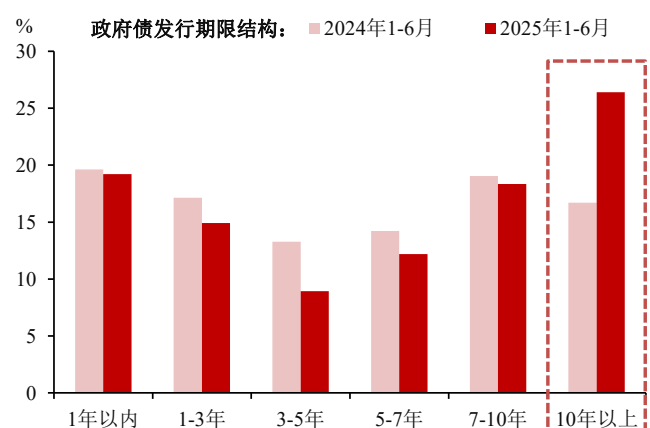
资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：5月以来，央行中长期资金投放力度加大



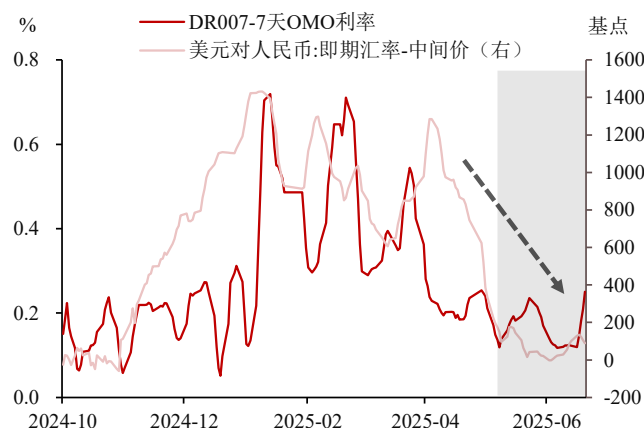
资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：今年1-6月，政府债发行期限呈现“长久期”特征

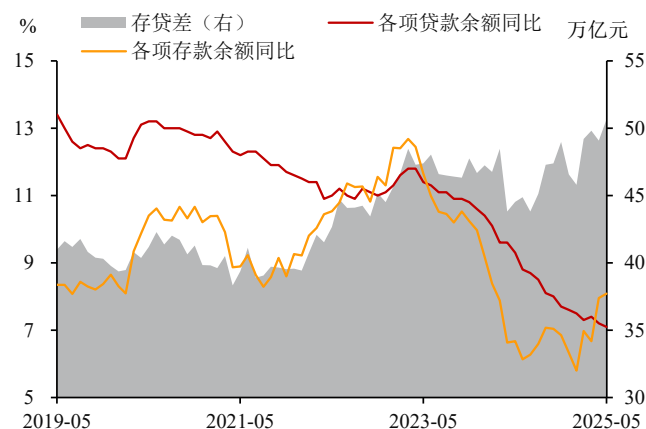


资料来源：iFind，民生证券研究院

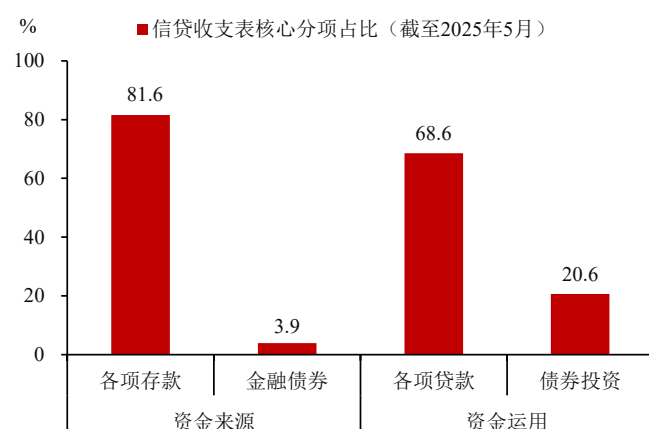
图6：随着汇率约束减轻，资金利率中枢整体回落



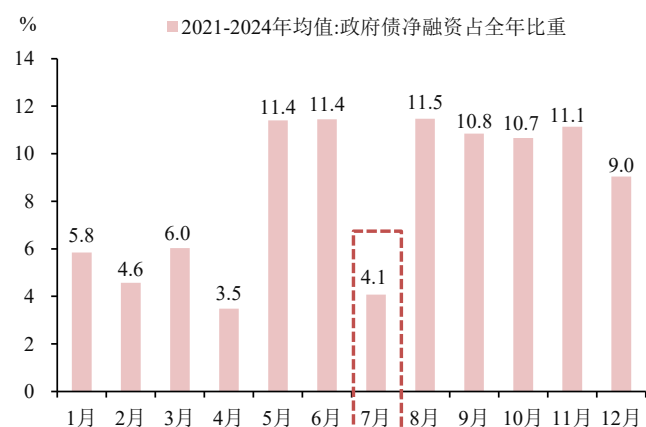
资料来源：iFind，民生证券研究院

图7：5月，存贷差上升至历史新高


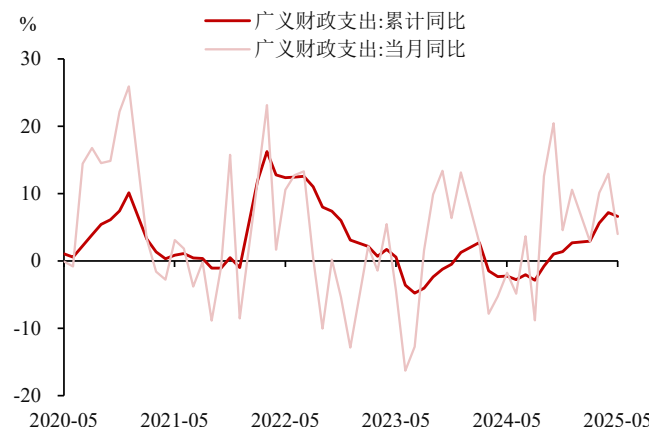
资料来源：iFind，民生证券研究院

图8：存款是我国金融机构最主要的负债来源


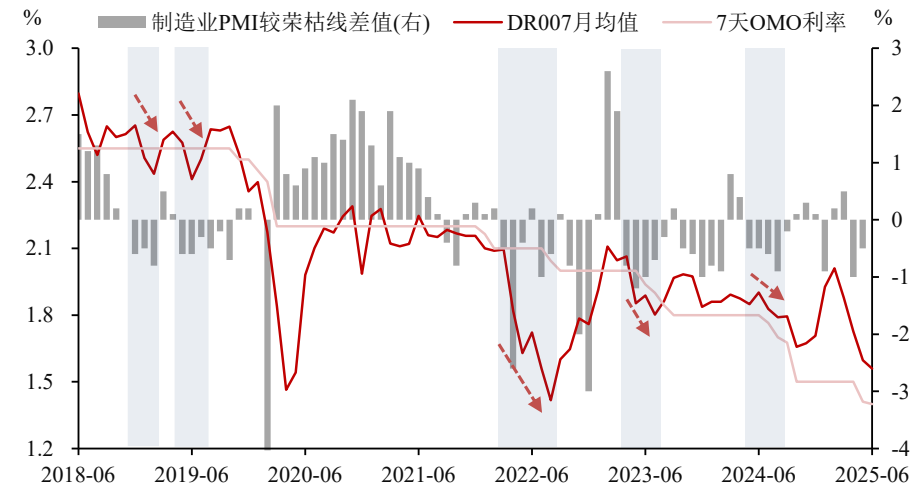
资料来源：iFind，民生证券研究院

图9：7月通常是政府债净融资的“小月”


资料来源：iFind，民生证券研究院

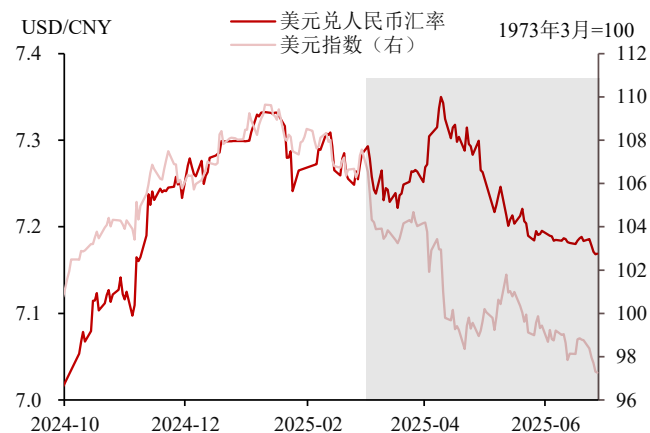
图10：今年以来，广义财政保持较高支出力度


资料来源：Wind，民生证券研究院

图11：制造业PMI的连续收缩，往往伴随资金面转松，甚至是触发降息


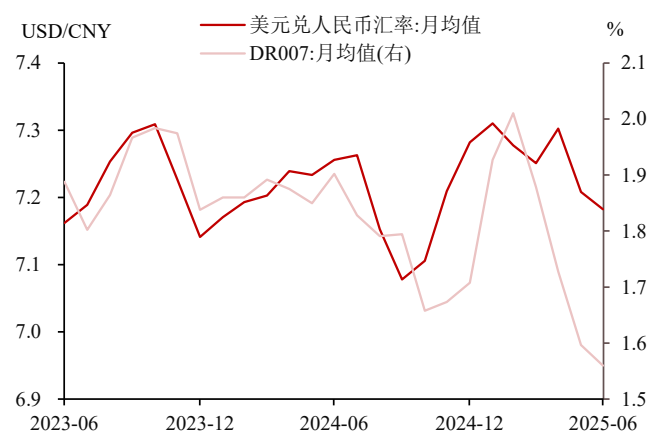
资料来源：iFind，民生证券研究院

图12：美联储降息预期升温，可能进一步减轻汇率约束



资料来源：iFind，民生证券研究院

图13：近 2 年，人民币汇率与 DR007 走势较为同步



资料来源：iFind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048